

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บุญรวม พิมพ์สวัสดิ์*
ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู**

บทคัดย่อ

แนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นแนวคิดที่ได้รับการยอมรับมาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเป็นแนวคิดที่มีกระบวนการและโครงสร้างระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นจากผู้ถือหุ้น นักลงทุน รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าอย่างยั่งยืน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บริษัทฯ) ได้นำแนวคิดนี้ไปประยุกต์ใช้กันอย่างกว้างขวาง และรายงานการกำกับดูแลกิจการให้ผู้มีส่วนได้เสียทราบ

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรในการศึกษาครั้งนี้ คือ กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บริษัทฯ) ที่อยู่ในดัชนี 100 ระหว่างปี 2551 ถึงปี 2557 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล คือ กระจดาษาทำการ รวมทั้งใช้วิธีการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และวิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบสมมติฐาน

ผลจากการวิจัยพบว่า บริษัทฯ ส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับดีมาก (80 - 89%) อีกทั้งยังพบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

* นักศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาสารสนเทศทางการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

** ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

บทนำ

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และมีความซับซ้อนยิ่งขึ้น องค์กรต่าง ๆ จึงตระหนักถึงความสำคัญของการบริหารจัดการองค์การเพื่อให้เป็นที่ยอมรับมากขึ้น ซึ่งการดำเนินธุรกิจตามแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามหลักการและมาตรฐานสากลอันเป็นที่ยอมรับกันทั่วไป เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างความสามารถในการแข่งขัน สนับสนุนอัตราการเติบโตของการลงทุน โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว

นอกจากนี้ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ผลักดันและส่งเสริมแนวคิดการกำกับดูแลกิจการให้แก่บริษัทจดทะเบียนถือเป็นแนวปฏิบัติ เช่น องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) ได้กำหนดกรอบของการกำกับดูแลกิจการให้มีความก้าวหน้า (OECD, 2004) ธนาคารโลก (World Bank) ได้จัดตั้งโครงการ Corporate Governance-Report on the Observance of Standards and Codes หรือ CG-ROSC รวมทั้งกลุ่มสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Capital Markets Forum: ACMF) ได้จัดทำ ASEAN CG Score card เพื่อเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2556)

สำหรับในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์ฯ) ได้ดำเนินการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นไปตามหลักการและมาตรฐานสากลอันเป็นที่ยอมรับ และได้แต่งตั้ง “คณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee)” เพื่อจัดทำ “แนวทางการเผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการ” เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนนำไปใช้เป็นแนวทางในการเปิดเผยการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการของตนได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม นอกจากนี้ยังได้เสนอแนวทางในการปฏิบัติและสนับสนุนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้จัดทำคู่มือและโครงการต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมและเป็นแนวปฏิบัติให้แก่บริษัทจดทะเบียน

ด้วยเหตุผลดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นที่มาของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาที่ได้รับจะทำให้ทราบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการนั้นจะช่วยส่งเสริมให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นด้วยหรือไม่

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการศึกษา

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มประชากรในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) และเป็นบริษัทที่มีรายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET 100 ที่ได้รับการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ ระหว่างปี 2552 - 2558 ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุน รวมจำนวนทั้งสิ้น 534 ข้อมูล โดยสร้างกระดาศทำการเพื่อเก็บรวบรวมข้อมูล และนำข้อมูลมาวิเคราะห์ด้วยโปรแกรม SPSS for windows ใช้วิธีการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการศึกษา

การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) พบว่า บริษัทฯ ส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก รองลงมาคือระดับดีเลิศ และระดับดี ตามลำดับ ซึ่งข้อมูลจากการสำรวจการกำกับดูแลกิจการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) จะแสดงในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัท จดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้ทราบถึงผลการประเมินนี้ ดังนั้น จากการวิเคราะห์ข้อมูลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ส่วนใหญ่บริษัทฯ ได้รับคะแนนในระดับดีมาก ซึ่งอยู่ระหว่างคะแนน 80-90 คะแนน แสดงให้เห็นว่าบริษัทฯ ต่างให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้การดำเนินธุรกิจก้าวหน้า เติบโตอย่างยั่งยืนและบริษัทฯ ได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) พบว่า บริษัทฯ มีสัดส่วนของคณะกรรมการ

บริษัทอยู่ระหว่างร้อยละ 21 - ร้อยละ 40 มากที่สุด รองลงมาคืออยู่ระหว่างร้อยละ 41 - ร้อยละ 60 และน้อยที่สุดคือไม่เกินร้อยละ 20 แสดงให้เห็นว่า บริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้บริษัทฯ ต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 หรือประมาณร้อยละ 33.33 ของคณะกรรมการทั้งคณะ แต่ต้องไม่ต่ำกว่า 3 คน

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) พบว่า บริษัทฯ มีจำนวนคณะกรรมการบริษัทจำนวน 11-15 คน มากที่สุด รองลงมา คือ จำนวน 5-10 คน และจำนวน 16-21 คน ตามลำดับ จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล แสดงให้เห็นว่าบริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามแนวการปฏิบัติที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้เสนอไว้ในการกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ เรื่อง โครงสร้างกรรมการ ที่กำหนดไว้ว่า คณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสม และประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความสามารถที่เพียงพอ ที่จะปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนทางธุรกิจ

สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการผู้จัดการ (CEO Ownership) จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการผู้จัดการ (CEO Ownership) พบว่า ส่วนใหญ่บริษัทฯ มีสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการผู้จัดการไม่เกินร้อยละ 10 แสดงว่าส่วนใหญ่กรรมการผู้จัดการของบริษัทฯ บริหารงานด้วยความอิสระถือครองหุ้นของบริษัทฯ ในจำนวนที่ไม่มากนัก

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการผู้จัดการ พบว่าส่วนใหญ่บริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามแนวการปฏิบัติที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับวรรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่างร้อยละ 31-40 อีกทั้งสอดคล้องกับของสุชลธา บุรพการะกุล (2551) และณิชนันท์ จันทรเขตต์ (2554) ที่พบว่าจำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัทมีจำนวนระหว่าง 11-15 คน อย่างไรก็ตามจากผลการวิเคราะห์ข้อมูลขัดแย้งกับผลการวิจัยของณิชนันท์ จันทรเขตต์ (2554) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารมีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 35

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1) การกำกับดูแลกิจการกับอัตรามูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q)

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 95% แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนคณะกรรมการบริษัทที่มากอาจไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นตามไปด้วย อาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนฯ ได้ดำเนินการตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ

กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดขึ้น ซึ่งกรรมการอิสระนั้นอาจจะไม่ได้เป็นอิสระจริง เป็นเพียงความอิสระตามเกณฑ์ที่ถูกกำหนดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของวิภาดา ศิริพกุล (2553) ที่พบว่า การมีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้การดำเนินงานลดลง อาจเนื่องมาจากนักลงทุนไม่แน่ใจในความเป็นอิสระของคณะกรรมการอิสระว่ามีความเป็นอิสระจริงหรือไม่ หรือเป็นเพียงการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้เท่านั้น

อีกทั้งยังพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 95% แสดงให้เห็นว่าจำนวนคณะกรรมการที่มากไม่ได้ส่งผลต่ออัตรามูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนฯ เพิ่มขึ้นแต่อย่างไร อาจเนื่องมาจากจำนวนคณะกรรมการนั้นขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการภายใน ซึ่งการมีคณะกรรมการบริษัทจำนวนมากหรือน้อยไปล้วนมีข้อดีและข้อเสีย เช่น การมีคณะกรรมการจำนวนมากอาจทำให้มีผู้ที่มีประสบการณ์หลากหลายแขนงแต่ก็อาจจะทำให้การตัดสินใจล่าช้าไม่ทันเวลา หรือการมีคณะกรรมการจำนวนน้อยอาจจะทำให้การตัดสินใจของคณะกรรมการหาข้อสรุปได้ง่ายและรวดเร็ว คล่องตัว ซึ่งขัดแย้งกับผลการวิจัยของ วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทและผลการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในกรณีที่ใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน

2) การกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA)

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการผู้จัดการ (CEO Ownership) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) ที่ระดับนัยสำคัญ 95% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Bhagat and Black, 2000; สุขลธา บุพการะกุล, 2551; ณิชนนท์ จันทระเขตต์, 2554)

3) การกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ในทิศทางตรงข้ามกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 95% แสดงให้เห็นว่าจำนวนคณะกรรมการที่มากไม่ได้ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนฯ เพิ่มขึ้นแต่อย่างไร

จากผลการศึกษาข้างต้นสอดคล้องกับศศิวิมล มีอำพล และศรายุทธ เรืองสุวรรณ (2553) และวรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) กล่าวคือ หากบริษัทมีจำนวนคณะกรรมการจำนวนมากขึ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นก็จะลดลง แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการที่มีจำนวนกรรมการมากอาจทำให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของฝ่ายบริหารลดลง เนื่องจากกรรมการที่มีจำนวนมากทำให้เกิดความขัดแย้งในความคิดเห็นจำนวนมาก ต้องใช้เวลานานในการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ซึ่งหากเป็นเรื่องเร่งด่วนย่อมตัดสินใจได้ไม่ทันการ จึงเกิดผลเสียหายต่อบริษัท

สำหรับปัจจัยการกำกับดูแลกิจการอื่นที่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) นั้น ขัดแย้งกับผลการวิจัยของ ศศิวิมล มีอำพล และศรายุทธ เรืองสุวรรณ (2553) ที่พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

จากผลการศึกษาที่ต่างกัน อาจมีสาเหตุจากผู้ศึกษาในเรื่องเหล่านี้ใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน และการใช้วิธีการวิจัยที่แตกต่างกัน จึงทำให้ผลการศึกษาที่ได้แตกต่างกันออกไป ดังนั้น ผลการศึกษานี้จึงอาจไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตเป็นบางเรื่อง แต่อย่างไรก็ตามพบว่าโดยส่วนใหญ่มีความสอดคล้องกับตัวแปรที่นำมาศึกษาในครั้งนี้

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการศึกษาพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) แสดงให้เห็นว่า กรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทฯ กล่าวคือ หากสัดส่วนหรือคณะกรรมการมีจำนวนมาก จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลง ดังนั้น องค์กรหรือผู้มีส่วนเกี่ยวข้องควรตรวจสอบคุณสมบัติ และให้ความสำคัญกับการคัดเลือกจำนวนคณะกรรมการที่มีศักยภาพ ให้มากขึ้น

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

1. ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาเพียงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในดัชนี SET 100 ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้วิจัยอาจขยายขอบเขตในการศึกษาให้ครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ศึกษาปัจจัยการกำกับดูแลกิจการด้านอื่นเพิ่มเติม กับตัวแปรด้านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ไม่สัมพันธ์กันอีกครั้ง ซึ่งผลการศึกษาที่ได้อาจจะแตกต่างกับผลการศึกษาในครั้งนี้

บรรณานุกรม

- นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. วารสารวิชาชีพบัญชี, 3(6), 95 - 106.
- ศศิวิมล มีอำพล และศรายุทธ เรืองสุวรรณ. (2553). บรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการได้จริงหรือ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 6(17). 57-71
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2556). ASEAN CG Scorecard. วารสารบริหารธุรกิจ, 36(137), 1-2.
- ณิชนันท์ จันทรเขตต์. (2554). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- วิภาดา ศิรินพกุล. (2553). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับผลการตอบแทนของหลักทรัพย์. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- สุชลธา บุพการะกุล. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Bhagat, S., & Black, B. (2000). Board Independence and long - term Firm Performance. Retrieved January 13, 2013, from <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/bb-022300.pdf>